

安全+互联网，被低估的优质企业

核心观点：安全+互联网，被低估的优质企业。星网锐捷是国内政企网络设备及解决方案市场有竞争力的品牌，多年与思科、华为、华三等品牌竞争，已经锻造出了较强的技术研发实力、渠道销售能力以及品牌影响力，在教育、金融、电信、政府等部门拥有较多优质客户，其中在教育行业处于领军地位。从公司属性来看，此前市场将公司看做安全类公司，主要逻辑在于互联网基础设施的自主可控，我们认为这种理解是较为正确的，但市场忽视了公司在互联网领域的实力，公司在移动互联网（KTV、教育等）、移动支付、融合通信等领域都非常有特色，我们认为需要从安全+互联网两个角度去理解星网锐捷。

受益自主可控，锐捷网络大有可为。锐捷是国内企业网络（路由器、交换机、无线网络等）领先企业，受益于信息化以及国产化趋势，我们能够看到行业迅速成长，国内企业优势越来越明显。为顺应国家安全，工信部于2013年指导成立国产主机系统产业联盟，星网锐捷和浪潮等16家公司是首批联盟成员，凸显公司在安全产业链中的地位。我们认为，网络设备作为互联网基础设施，战略意义不容忽视，锐捷网络产品线齐全，涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，多年的积累，铸就了拥有粘性的客户群体和丰富的行业解决方案。我们认为随着安全问题越来越突出，锐捷网络大有可为。

互联网业务被低估，预计未来会大力发展。受益于星网锐捷较多的行业解决方案，公司的互联网业务蒸蒸日上。比如公司拥有市场占有率领先的KTV软件，在此基础之上衍生出了K米APP，基于强大的线下资源（近两年公司重点布局改造线下，使其能够支持线上的K米，目前已经覆盖全国4351家KTV），预计公司2015年将重点转移到线上K米业务，成长空间广阔，变现模式较为清晰。除了聚焦于娱乐行业的K米，公司还分别针对教育行业和企业用户推出了微哨和智信，都是原有业务的自然延伸，而且产品体验都较为优异，所以我们认为公司发展互联网业务不是问题，关键点在于发展互联网的决心和投入。

投资建议：我们认为公司是有业绩（上市以来营收和利润一直是正增长）、有空间（背靠政企网络和互联网的庞大市场）、有概念（国家安全和互联网+）的优质公司，处于被市场低估的状态，而且年初以来开启了资本运作之路（收购德明通讯和四创软件），建议投资者重点关注。预计2015年和2016年EPS分别为0.99元和1.31元，维持买入-A的评级，目标价上调至55元。

风险提示：互联网业务不达预期的风险；收购尚未完成的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,787.4	3,276.2	3,899.4	5,177.5	6,326.4
净利润	223.7	239.2	285.4	432.2	574.0
每股收益(元)	0.64	0.68	0.81	0.99	1.32
每股净资产(元)	5.29	5.72	6.29	10.99	11.91

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	42.9	40.1	33.6	27.5	20.7
市净率(倍)	5.2	4.8	4.3	2.5	2.3
净利润率	8.0%	7.3%	7.3%	8.3%	9.1%
净资产收益率	15.1%	16.3%	15.9%	12.0%	14.1%
股息收益率	1.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%
ROIC	30.1%	32.4%	27.7%	34.6%	36.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

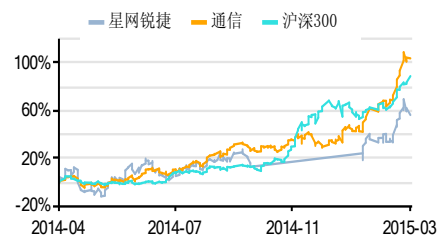
6个月目标价 **55.00元**

股价(2015-03-31) **41.58元**

交易数据

总市值(百万元)	14,597.07
流通市值(百万元)	14,597.07
总股本(百万股)	351.06
流通股本(百万股)	351.06
12个月价格区间	12.57/41.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.00	37.61	-15.72
绝对收益	25.39	52.25	73.03

柳士威

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070003
liusw@essence.com.cn
021-68765175

报告联系人

陈宁玉

021-68767632

chenning@essence.com.cn

相关报告

开启资本运作之路	2015-02-09
下半年关注企业网及K米进展	2014-08-14
四季度重回高增长路径——星网锐捷年报点评	2014-03-21

目录

1. 国内领先的政企网络解决方案提供商	3
1.1. 公司介绍.....	3
1.2. 财务分析：新业务有望成为未来增长点.....	4
2. 企业网业务将长期受益于信息网络安全战略	7
2.1. 企业级网络设备市场前景广阔.....	7
2.2. 信息安全事件频发加速网络设备国产替代.....	8
2.3. 锐捷网络：中国企业网络解决方案领先民族品牌.....	8
3. 云计算业务有望迎来收获期	11
4. 打造 KTV 行业 O2O 生态圈	13
4.1. KTV 行业信息化市场需求不断释放.....	13
4.2. 星网视易：KTV 娱乐行业的领跑者.....	13
4.3. K 米打造数字娱乐业务 O2O 闭环.....	15
5. 开启资本运作之路	17
5.1. 收购德明通讯，布局 4G 应用产业链.....	17
5.2. 收购四创软件，拓展行业信息化领域.....	18
6. 盈利预测与投资建议	20
7. 风险提示	21

1. 国内领先的政企网络解决方案提供商

1.1. 公司介绍

国内领先的政企网络解决方案提供商。福建星网锐捷通讯股份有限公司成立于 1996 年，公司前身是福建实达终端设备有限公司，2005 年完成股份制改造，2010 年 6 月成功在深交所挂牌上市。作为国家首批创新型企业，星网锐捷锻造了以企业研究院为核心、开放合作的自主创新体系，持续专注于网络通讯领域，是国内领先的网络通讯设备、网络终端、视讯产品、信息化软件等综合解决方案供应商，能够为教育、电信、金融、邮政、政府、企业、医疗、军队、交通等行业用户提供硬件、软件、服务三位一体的综合信息系统解决方案。公司赢得了社会和政府的广泛认可，十度蝉联中国软件业务百强企业、多次被授予中国成长百强企业、国家高技术产业化示范工程、中国名牌等荣誉。

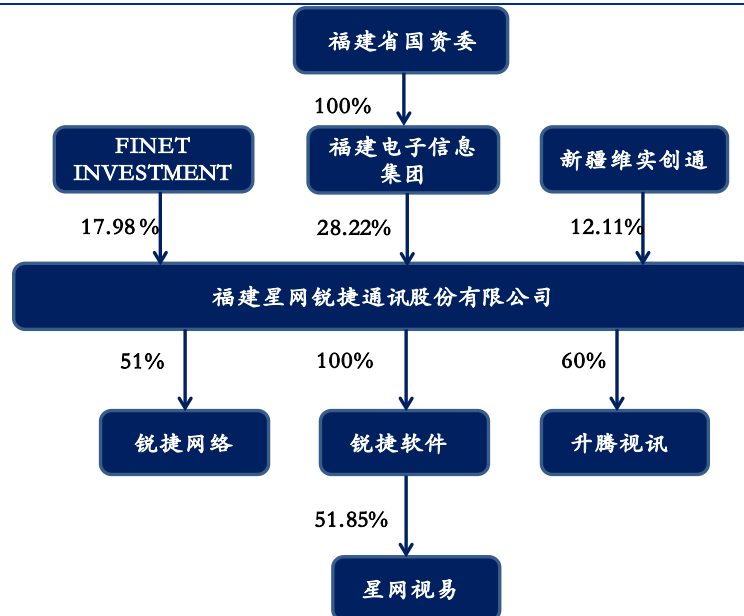
表 1：星网锐捷发展历程

时间	重大事件
2000 年 3 月	由实达集团与香港一家上市公司投资的实达网络科技有限公司宣告成立，注册资本 5000 万元，首期投入资金 2 亿元。实达集团由此成为率先顺利向互联网转型的传统 IT 厂商。
2002 年 10 月	福建省电子信息集团入主实达网络，成为实达网络新的控股股东；升腾资讯正式成立，升腾 Windows 终端国内市场占有率保持在 70% 以上，树立了新一代终端集成专家的品牌形象。
2002 年	公司推出无线固定公话和无线接入产品，公司 ADSL 产品凭借技术、应用、服务等综合优势，携“中国猫王”之威名，继续保持国产 ADSL 市场销量第一的位置。
2002 年 12 月	升腾软件公司正式成立，升腾软件将主要从事嵌入式软件和电子商务、ERP、CRM 等软件开发。
2003 年 10 月	实达网络正式启用“星网锐捷”新品牌，同时发布其第二个三年战略，即全面实施以“科技创新，融合应用”为核心理念的全新发展战略，向着上市公司的方向努力。
2003 年 12 月	星网数码 ADSL 年销售量再创新高，巩固了星网数码在通讯接入领域的领先地位；同时无线通系列产品国内市场占有率达 40% 以上，成为中国无绳电话机市场的领军产品。
2004 年	公司更名为福建星网锐捷通讯有限公司。2004 年，视易事业部推出了新一代“视易星云 KTV 系统”，以其强大的技术优势迅速称雄 KTV 娱乐行业，销量屡创新高。视易事业部已成了从数字数字机顶盒、服务器系统到应用系统的全系列产品体系，“视易”已成为我国视频技术应用领域的标杆品牌。
2005 年 10 月	星网锐捷通讯股份有限公司股份制改造正式完成。
2006 年 9 月	2006 年 9 月公司宣布购入厦门青年网络有限公司 55% 股权，至此星网锐捷将进一步完善和加强在通讯领域的产业布局，加强在海外市场的开拓力度。同月收购上海爱伟讯数码科技公司 51% 的股权，将有助于增强星网锐捷在视讯领域的综合竞争力，致力成为国内最大联网多媒体传媒系统整体解决方案供应商。
2006 年 12 月	升腾资讯以 10.5 万台的年销量登顶中国瘦客户机市场第一品牌，其 2006 年度市场占有率近 30%。升腾资讯在连续 8 年蝉联中国图形终端市场销量第一后，成功成为中国整体瘦客户机市场的王者。
2008 年	升腾资讯 ePOS 年销量比 2007 年增长 10 倍，占据中国固网支付终端市场 59% 的市场份额，成为固网支付终端市场的第一品牌。
2009 年	星网视易数字娱乐连续三年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一品牌的同时，机顶盒月销量突破万台大关，数字娱乐业务正式迎来了规模化经济效应，利润实现几何级数增长。
2010 年 6 月	福建星网锐捷通讯股份有限公司成功在深交所挂牌上市。
2011 年	锐捷网络蝉联国内厂商综合排名第一位，连续 5 年坐稳民族第一品牌，荣膺“网络领域十大影响力企业”奖。升腾资讯在 2011 年跨足“桌面云”领域，加强与华为、VMware 等国际巨头在云计算领域的战略合作，
2012 年	星网锐捷融合通信产品线形成了包括控制、接入、终端和应用的完整解决方案，在国内已有 20 多个省级电信运营商大规模商用，市场占有率位居前列。
2013 年	星网视易强势进军移动互联网领域，推出 KTV 娱乐神器——K 米，打造横跨 KTV、手机、电视屏幕的 O2O 娱乐新平台，客户端用户数突破百万。
2014 年	2014 年年底，星网锐捷启动资本运作，以自有资金 2.4 亿元收购四创软件 40% 的股权，进军新兴的防灾减灾信息化市场。同时对业内知名无线数据接入终端产品和解决方案厂商德明通讯启动并购，切入 4G 及通讯终端市场。

数据来源：星网锐捷，安信证券研究中心

技术创新成就核心竞争优势。公司坚持自主创新，研发人员占到公司总人数的三分之一。六大网络通讯研究中心组成了星网锐捷网络通讯研究院，拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、国际科技合作基地和福建省唯一的省级网络工程实验室。多次承担国家重大项目，与中科院计算所、清华大学、华中科技大学等高校建立了长期合作关系，与 Microsoft、Intel、VMware 等结成了战略合作伙伴关系，并建立联合实验室，与 Citrix、华为、浪潮等企业广泛开展多层次、全方位的技术合作，保证企业的技术领先与研发的前瞻性。目前在 IPv6、云终端、EPOS、KTV、DMB 等多个领域拥有多项核心技术专利，在各产品线形成了独特的领先优势。

图 1：星网锐捷股权结构及重要子公司



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

混合所有制企业优势明显。公司实际控制人为福建省国有资产监督管理委员会，FINET 是注册于英属维尔京岛的投资型公司，作为财务投资者入股。公司从 2003 年从实达分离后，开始完全的市场化经营。公司混合所有制的优势明显，在取得重大项目、申请银行贷款资金以及员工持股（包括母公司和子公司）方面，具有相对的资源优势和制度优势。

母子公司协同发展，布局五大战略领域。公司以网络、通讯技术为依托，在行业应用市场等专业领域，通过经营战略层面统一规划，建立了母子公司协同分工、一体化经营的业务架构。母公司定位一体化经营平台，从事通讯产品线的业务经营，并着力拓展与运营商市场相关的新兴业务与产品。子公司锐捷软件从事与公司主要产品相关的嵌入式软件、行业应用软件的研发与销售。子公司锐捷网络专注于企业级网络设备以及网络解决方案业务，以教育、金融、政府行业客户为核心市场，主要提供交换机、路由器等。升腾资讯主要负责云计算终端、瘦客户机、智能终端、“桌面云”整体解决方案以及电子支付产品和服务。星网视易负责 KTV 解决方案、数字标牌等业务。公司现已形成网络业务、云计算业务、支付业务、数字娱乐业务及融合通信业务五大战略领域的布局。

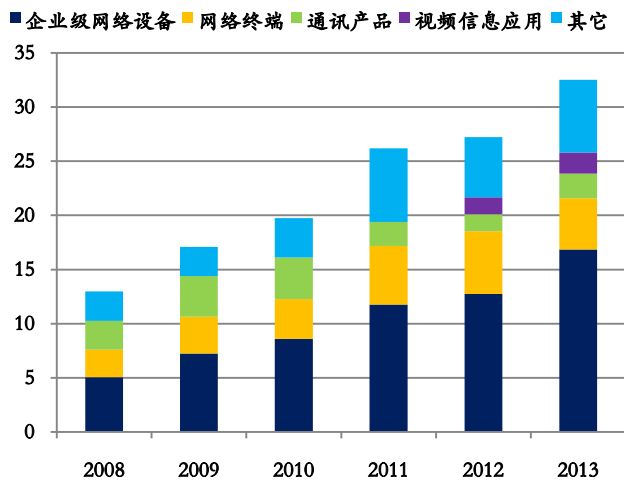
1.2. 财务分析：新业务有望成为未来增长点

星网锐捷主要产品线可以划分为五大类：企业级网络设备（主要产品是路由器和交换机）、网络终端（主要产品是瘦客户机）、通讯产品（主要产品是无线通和 ADSL Modem）、视

频信息应用（主要是 KTV 娱乐信息系统、IPTV 机顶盒、视频信息发布系统、智能家居产品）和其他新兴应用产品（ePOS 支付产品、智能楼宇、GPS、安防等）。

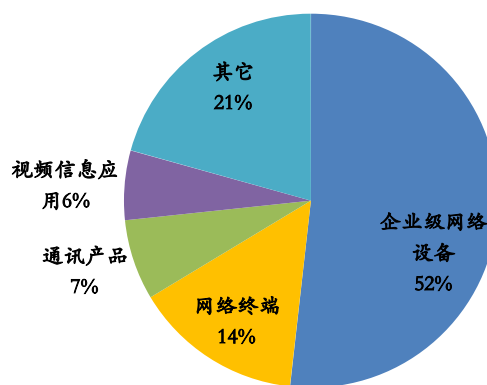
企业级网络设备业务是主要收入来源，新业务占比不断提升。从公司的收入结构来看，企业级网络设备业务的规模稳步增长，占比超过总收入的一半，是公司收入主要来源。在 2013 年收入占比中，以瘦客户机为主的网络终端占 14%，通讯产品收入占比呈下降趋势，而新业务视频信息应用占 6%，其他业务占比达到了 21%，增长显著。新业务发展迅速尤其是 KTV 信息系统类的数字娱乐业务和电子支付等具有较大的发展潜力。

图 2：公司各主要业务结构变化（亿元）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

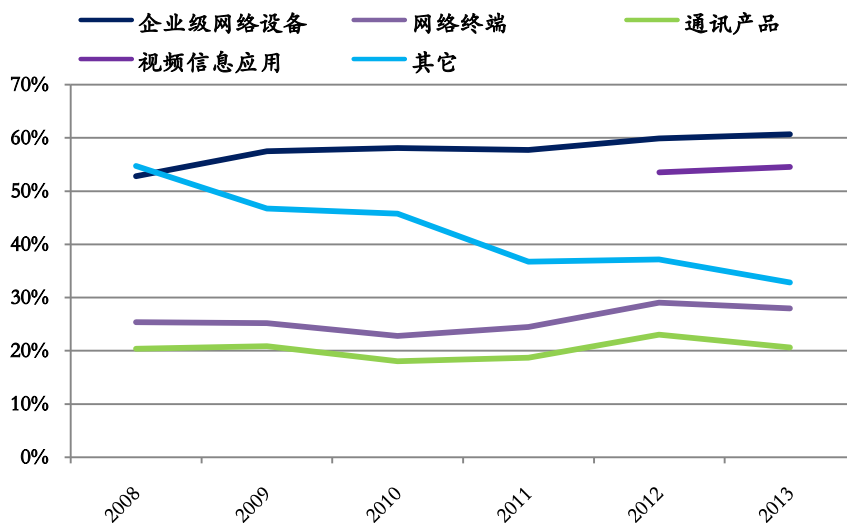
图 3：2013 年公司各主要业务结构占比



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

公司整体毛利率水平稳中有升。公司综合毛利率近几年都维持在 40% 以上水平，并且呈现出逐步提高的趋势，2013 年综合毛利率达到 47%。分业务来看，收入占比较高的企业级网络设备业务毛利率水平也最高，稳定 60% 在左右，其次是视频信息应用也在 50% 以上。网络终端略毛利率高于通讯产品，两类业务毛利率基本在 20%-30% 范围内。其他业务的毛利率，出现下降但也在 30% 以上。

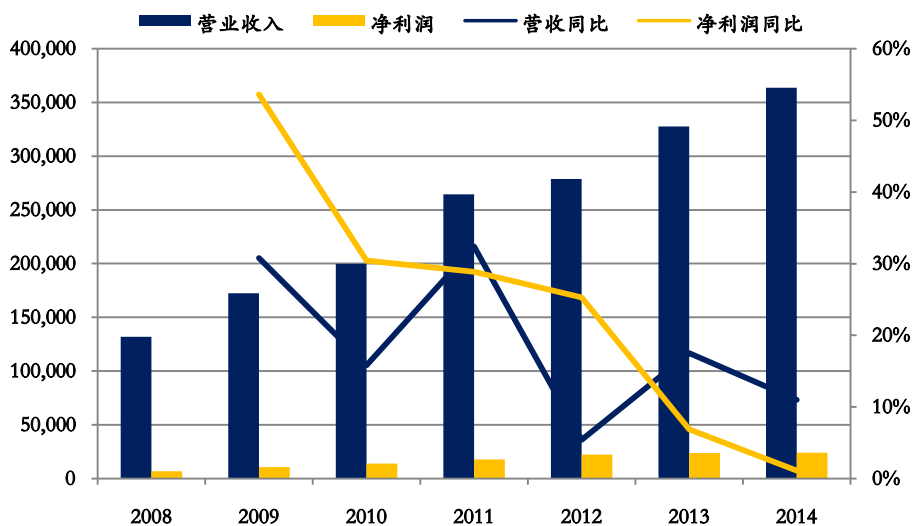
图 4：公司各主要业务毛利率情况



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

公司营收和净利润持续保持增长。整体来看，公司营业收入和净利润持续保持增长，并且在不断优化产品结构，从为用户提供硬件产品发展到提供完整的解决方案。公司 2014 年公布的业绩快报来看，实现营业收入 36.37 亿元，比上年同期增长 11.01%，归属于上市公司股东的净利润 2.42 亿元，比上年同期增长 1.07%。业绩略低于市场预期，我们预计可能原因包括政府采购周期的影响和费用增加。目前公司正在加大新业务的布局，投入较大，随着新产品和新技术的应用，有望带来收入和盈利双重增长，看好公司在移动互联网、云计算、物联网、下一代网络、智慧园区等新兴应用领域的发展。

图 5：2008-2014 年公司营收及净利润情况（万元）



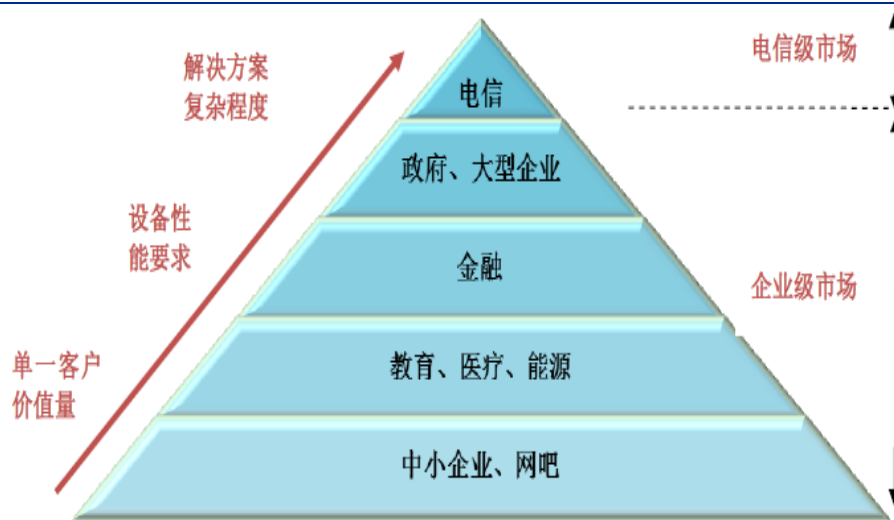
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2. 企业网业务将长期受益于信息安全战略

2.1. 企业级网络设备市场前景广阔

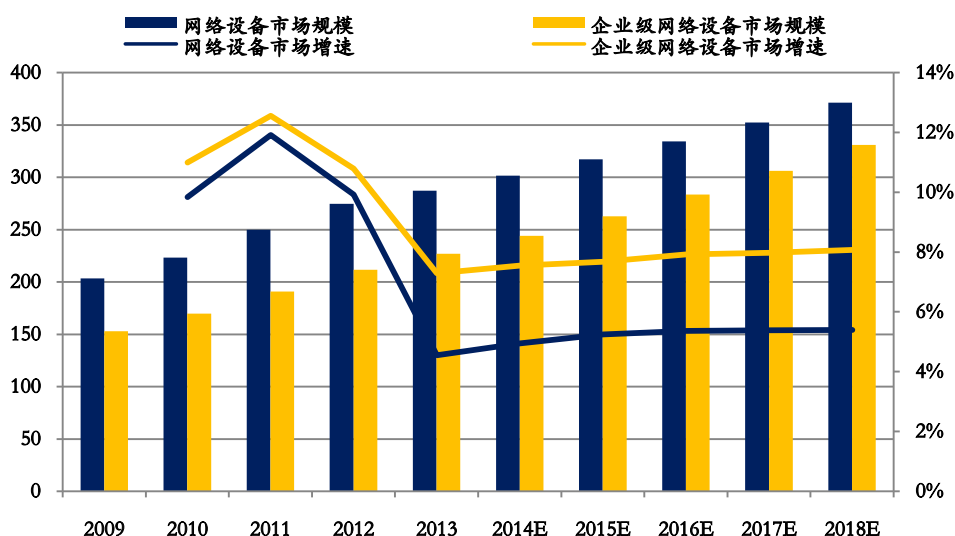
企业级网络市场规模远高于电信级网络市场。按照网络设备客户性质可以划分为两大类市场：电信级网络设备市场和企业级网络设备市场。网络设备包括构建整个网络所需的数据传输、路由器、交换机、网络安全设备等。两个市场在解决方案复杂程度、设备性能要求、单一客户价值量等方面有很大的差异。电信级市场对网络的设备的要求高，但市场规模小于企业级网络市场。随着三网融合、国家宽带战略、3G/4G 移动网络建设，以及物联网的发展，中国网络设备市场规模持续增长，2009-2013 年复合增长率达 9%，其中，企业级网络设备市场复合增速达到 10%左右高于电信级网络市场，市场规模也是数倍于电信级市场，未来成长空间会更大一些。

图 6：网络设备市场的行业结构



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 7：中国网络设备市场规模（亿元）



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

新兴信息产业发展带动网络设备市场投资需求。相比美欧及日本地区，国内企业信息化

水平还较低，移动互联网、云计算、物联网等互联网新领域的发展应用也势必将进一步推动企业信息化进程，这有助于企业提高运营效率、降低运营成本，提升产品及服务质量。随着电信运营商的战略转型、电子政务、智慧城市等一系列重大行业发展项目的实施，将带动新一轮的 IT 设备采购，促使网络设备不断更新换代，并向智能化、大容量方向发展，为通信领域的设备厂商带来广阔的新增市场空间。根据赛迪顾问预测，未来几年企业级网络设备市场仍将保持快速增长，到 2018 年市场规模将达到 330 亿元。

企业级市场利润率较高。目前国内市场上主要的网络设备厂商包括华为、中兴通讯、星网锐捷、烽火通信、迈普技术、思科 (Cisco)、华三 (H3C)、瞻博 (Juniper) 等。其中，华为、中兴通讯、思科、华三在电信运营商和企业网市场全行业覆盖，烽火通信、瞻博侧重于电信运营商市场，星网锐捷、迈普技术侧重于企业网市场。盈利水平来看，思科综合毛利率和星网锐捷企业网业务的毛利率维持在 60% 左右，盈利水平较为突出。

2.2. 信息安全事件频发加速网络设备国产替代

网络信息安全上升为国家战略，设备国产替代化刻不容缓。从华为和中兴等国内通信企业的国际化进程中受美国等国家的安全战略影响，不同程度受到市场进入限制，直到“棱镜门”事件的爆发，我国开始高度重视网络安全问题。因此我们看到，2013 年十八届三中全会决定成立国家安全委员会，2014 年 2 月成立中央网络安全和信息化领导小组宣告成立，不断制定实施国家网络安全和信息化发展战略、宏观规划和重大政策，增强安全保障能力。在我国原来已经建设的网络中，国外进口设备占比较大，这成为威胁信息安全的潜在风险，加快推进重要领域数据通信设备的国产化成为信息安全战略的首要问题。

国家强调自主可控，采取了一系列措施，直接利好国内相关厂商。具体措施包括：(1) 政府禁止采购微软 Windows 8 系统，并呼吁国内银行放弃由 IBM 开发的高端服务器产品，鼓励这些银行更多地采用本土品牌服务器。(2) 不再采购国外安全软件，如赛门铁克 (Symantec) 和卡巴斯基 (Kaspersky)，而全面使用国产杀毒软件。(3) 将一些国外知名科技企业 (包括思科、苹果等) 的产品从政府采购清单中剔除，同时增加了上千种本土品牌的产品。据路透社统计，中国中央部委采购清单上的产品数量在两年间增加了 2000 多个，达到将近 5000 个，但增加的几乎都是本土企业的产品。而获准采购的外国科技品牌产品的数量减少了三分之一，与安全有关的产品超过半数被剔除。

受益于政策支持，国内网络设备厂商迎来难得发展机遇。在维护国家信息主权及网络安全方面，国家主管部门对国内网络设备厂商寄予厚望，不断加大产业扶持力度，鼓励国内厂商自主创新，打破国外厂商在我国网络核心设备占大部分市场的局面。比如工信部推动 IT 核心厂商成立国产主机系统产业联盟，建立中国自主的 IT 产业链，来打破国外在该领域的垄断。部分国内设备商已经成长为国际名企，技术实力达到全球领先水平，能够承担起国家网络安全的重任。目前的政策环境和市场环境，为国内网络设备厂商实现跨越式发展带来了难得的历史机遇和广阔的市场空间。

2.3. 锐捷网络：中国企业网络解决方案领先民族品牌

锐捷网络国内企业网市场领先的民族品牌。公司控股子公司锐捷网络，致力于通过持续技术创新，为运营商、金融、政府、教育和企业等各行业构建端到端的网络解决方案。锐捷网络在福州、北京、上海、成都和天津五大研发中心，发明专利拥有量居全国企业排名第 22 位，在网络通讯领域位列前三甲。锐捷网络自主研发的网络产品，涵盖交换机、

路由器、出口网关、安全、无线、软件等六大产品线。根据中国权威 ICT 研究咨询机构计世资讯发布《2011-2012 中国网络设备市场发展趋势研究报告》，锐捷网络在 2011 年中国企业网市场排名中位居国内厂商综合排名第一位，国内国际厂商综合排名第三位，已连续 7 年成为企业网市场的民族第一品牌。

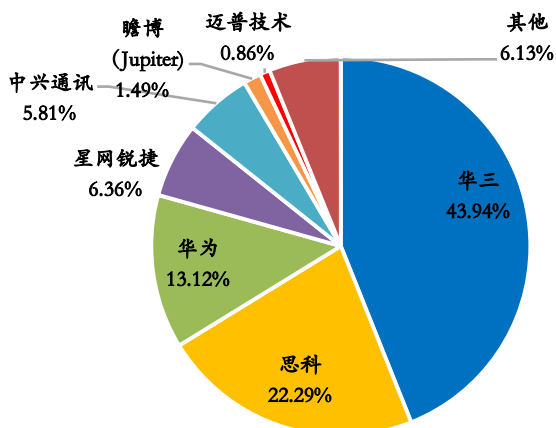
图 8：锐捷网络部分产品



数据来源：锐捷网络，安信证券研究中心

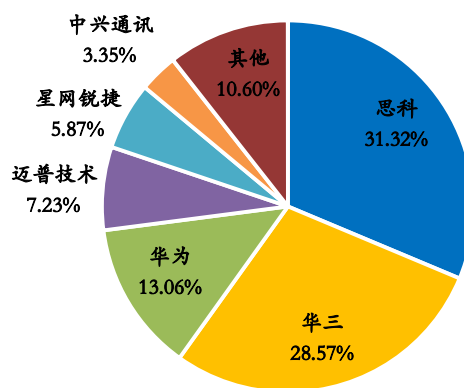
细分市场中，在教育、政府和金融行业竞争优势明显。网络设备行业具有较高的技术和资金门槛。细分市场中，星网锐捷行业解决方案覆盖政府、教育、金融、医疗、互联网、企业和运营商等领域，连续 7 年位居教育行业市场占有率（2011 年数据显示 23.7%）排名首位。金融领域，锐捷客户超过 750 家，是中行、建行、农行的战略合作伙伴，在银行建设设备中占比达 47%。此外，在医疗、大型企业、交通行业，锐捷同样具有较强的竞争优势。

图 9：2013 年政府市场主要网络设备厂商市场份额



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 10：2013 年金融市场主要网络设备厂商市场份额



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

持续进行新领域的产品研发，覆盖更广阔的市场。4G 网络的应用，使得企业信息化需求不断释放，大多企业 IT 架构开始向高速、高效、高质量方向演进。运营商也更加注重企业信息化市场，收入占比不断提升。锐捷针对这种变化，及时推出 4G 企业级路由器、

LTE-Fi、X-sense 灵动天线方案以及安全方面等多种企业级解决方案，销量也在持续攀升中。目前锐捷网络的交换机、路由器、WLAN 等产品现已全面进入运营商市场，且在运营商集采的第二梯队中稳居榜首。近日锐捷网络还针对中小商户互联网营销市场推出第一款“微信连 Wi-Fi”无线路由器，顾客只需微信扫一扫便可连接 WiFi，具备了独特的推销功能，商家可将打折产品、优惠页面直接推送到微信的对话框。公司不断在新产品市场的开拓，有望带动企业网业务持续快速增长。

加入国产主机联盟，推进国产替代。中国已于 2013 年成立国产主机系统产业联盟，联盟内的成员共 38 家国内 IT 骨干企业，锐捷网络是主要发起人之一。联盟的成立有利于形成共同的力量打破美国对全球信息产业的垄断。从企业网政府和金融市场份额的占比来看，思科还是占据了较大的 20%-30% 的比例，2013 年思科在亚太地区（包括日本、中国）收入 735 亿美元。随着国产替代化加速，国产替代的空间巨大，国内设备厂商份额有望持续提升。

3. 云计算业务有望迎来收获期

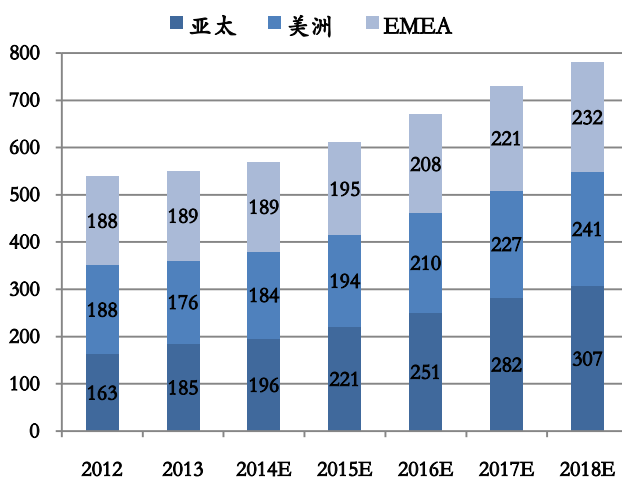
公司子公司升腾资讯是亚太地区领先的云计算终端、瘦客户机、智能终端、“桌面云”整体解决方案供应商。2012年升腾资讯连续14年中国瘦客户机市场销量第一名，全球瘦客户机销量排名前五，连续10年微软金牌合作伙伴。公司下辖福建、北京、成都、武汉、上海和厦门等六个技术研究中心，拥有500多名高素质技术研发工程师，曾多次承接国家和省级高科技项目，拥有云计算和智能支付领域超过200项的国际国内领先专利。目前已与IBM、微软、Intel、AMD、华为、Vmware、Citrix等全球领先的ICT企业建立起全方位、深层次的合作关系。

表2：全球瘦客户机市场主要厂商及市场份额

公司	国家	4Q13 市占率	概况
Wyse	美国	21.3%	被Dell收购，提供终端用户计算解决方案
HP	美国	26.9%	综合型的IT企业，业务涵盖个人和企业业务
Ncomputing	美国	14.8%	专注于桌面虚拟化解决方案的公司
Igel	德国	4.1%	欧洲首屈一指的基于Linux的瘦客户机制造商，自2006年起一直是德国瘦客户机市场领先企业
升腾资讯	中国	9.2%	亚太地区（除日本）第一位的云终端厂商
实达	中国	——	中国最大的商用电脑外设专业厂商

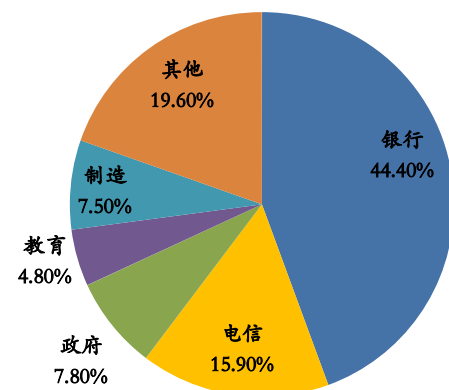
数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 11：2012-2018 年全球瘦客户机销量区域统计（万台）



数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 12：2013 年我国瘦客户机销售市场行业结构



数据来源：智研咨询，安信证券研究中心

多行业应用，加速瘦客户机市场发展。瘦客户机作为天然的云终端，顺应了IT系统集中化、云架构的趋势，目标市场客户对末端设备的管理性、安全性、可靠性要求较高，对终端的运算存储及多媒体属性要求不高，而应用相对固定。行业用户中，银行成为瘦客户机使用最多的行业，在2013年的统计中，市场份额占比达到44%，电信、政府的市场份额分列第二和第三，占比分别为15.9%和7.8%。随着各行业对信息化、节能减排、降低总体IT成本的需求，以及第三方云平台的普及，瘦客户机将会被应用到更多行业。各地政府对云教室和电子图书馆的投入加大，教育行业将是瘦客户机市场的新机会。政府提出“互联网+”计划，并推出政策促进云计算产业发展。越来越多的行业如保险、证券、邮政、医疗卫生等对终端产品的需求将加速我国瘦客户机行业的发展。根据IDC预测亚太市场需求增长是推动全球瘦客户机销量上升的主要动力，客户机销量将从2013年的185万台增长至2018年的307万台。

图 13: 升腾桌面云管理系统



数据来源: 升腾资讯, 安信证券研究中心

从瘦客户机到桌面云, 打造高体验解决方案。虽然公司主要从事 B2B 业务, 但在经营理念上开始更加注重客户体验, 提供整体解决方案。硬件除商用和家用云终端产品, 还推出 CT Pad2 移动云计算终端来满足各行业客户对移动云计算的需求。随着虚拟化和云计算理念的推进, 用户将开始寻求代替传统桌面环境的方案。升腾是国内最早从事桌面云计算终端和解决方案研发的企业, 首创的桌面云管理系统结合了安全性和易用性的特点, 并可以为用户带来一系列增值体验比如: (1) 随时随地访问桌面, 任何位置任何终端都很容易进入桌面应用, 非常方便保险公司等人员的工作。(2) 适应不同网络环境, 实现云终端即插即用的服务, 极大降低部署的复杂度, 从而降低桌面云运维成本。(3) 桌面云应用定制化服务, 满足不同客户需求。金融保险行业是升腾的优势领域, 运营商、能源、政府等行业会是升腾新的重点拓展对象。硬件加软件的协同性, 将提升公司解决方案的整体竞争力。

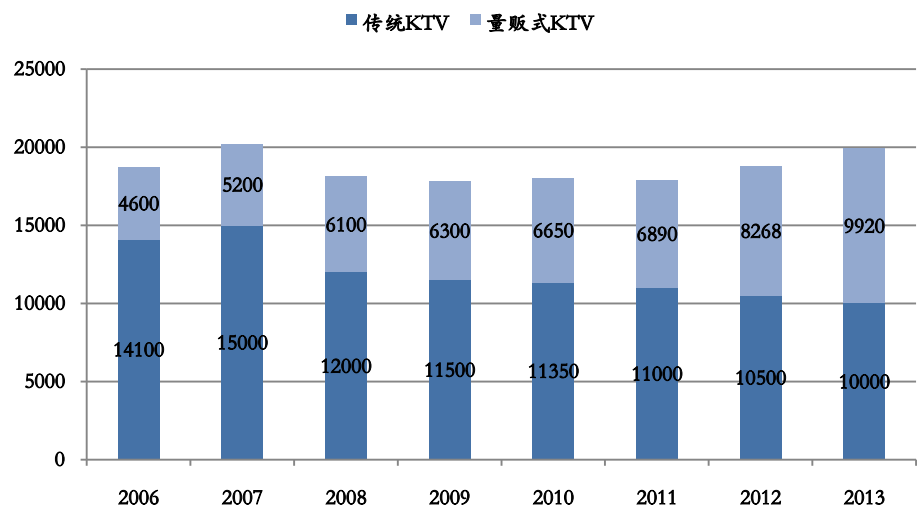
公司在云计算领域的核心产业链地位显著提升。子公司升腾资讯自 2012 年正式成为中国云计算技术与产业联盟成员后, 不断与国内国际厂商合作, 共同拓展云计算市场。在巩固云终端 (瘦客户机) 出货量亚太领先的市场地位的基础上, 积极进军海外市场。随着与 Vmware、Citrix、华为、Intel、AMD、Microsoft 等的战略合作进一步深化, 公司自主研发的云计算软件体系以及桌面云整体解决方案的贡献率持续提升, 现已跻身国内智慧营业厅设备的主流供应商。另外, 2013 年子公司锐捷网络与浪潮信息签署战略联盟协议, 在推进数据中心的计算、存储和网络技术方面已经展开了深度合作, 推出一系列全自主的计算网络深度整合的云数据中心方案。星网锐捷在云计算领域的核心产业链地位显著提升, 中国云计算服务市场将迎来重要发展期, 看好公司在云计算业务的广阔前景。

4. 打造 KTV 行业 O2O 生态圈

4.1. KTV 行业信息化市场需求不断释放

休闲娱乐产业市场有巨大发展潜力。据统计中国 KTV 企业、酒吧、迪厅娱乐场所的数量以每年约 20% 的速度在增长。休闲娱乐产业市场呈现出的巨大潜力，一些国际知名的连锁机构纷纷落户中国。智研数据统计显示，2013 年我国 KTV 数量约 19920 家。其中，量贩式 KTV 数量全国有 9920 家，传统 KTV 企业数量有下降的趋势，向规模化连锁化发展。其带动的酒水、小吃、消耗品、音响设备等相关市场规模总计达 4000 亿元。人民生活水平的提高使得其在文化、精神生活方面的支出成倍增长，娱乐产业发展前景广阔。

图 14: 2013 年我国 KTV 数量 (家)



数据来源: 智研数据, 安信证券研究中心

KTV 行业信息化应用与经营模式随着网络和信息技术的进步，不断发展和演进。中国 KTV 行业主要经历了从歌厅、夜总会、规模化连锁量贩 KTV、量贩与夜总会混合型经营等多种模式的变化。目前 KTV 信息化是指通过计算机硬件、软件、外部配套设备，融合网络通讯、音视频处理、流媒体、移动互联、云计算等信息技术，在满足消费者娱乐需求的同时，更加智能、便捷、高效地提升 KTV 经营管理水平的整体解决方案。特别是云计算、移动互联网等新技术将成为驱动行业快速发展的核心动力。触摸屏技术使得人机互动更加便捷人性化，而移动网络及应用的发展增加人与人之间的互动，让娱乐方式更加有趣，云计算和大数据的应用使得 KTV 企业开始深入挖掘自身的用户数据、经营数据，与用户及时互动并开展精准营销，这也是未来发展的重要方向。

信息化整体解决方案提供商在行业市场竞争中优势明显。KTV 信息化产业链中最为关键的环节是信息化整体解决方案提供商，其作为软硬件和上下游资源的整合厂商，引领 KTV 场所方案选型的方向和潮流，目前解决方案供应商中星网视易、北京雷石、北京视翰三家处于领先地位。

4.2. 星网视易：KTV 娱乐行业的领跑者

星网视易是 KTV 娱乐行业的领跑者。星网锐捷子公司星网视易从 1998 年开始研发视频通讯相关产品与解决方案，现有员工人数近 700 人，技术人员占比 70%，市场覆盖全中

国及东南亚。公司是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商，中国最大的 KTV 视频应用产品和系统解决方案提供商，连续 8 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一，成为 KTV 娱乐行业的领跑者。星网视易的 KTV 信息化系统解决方案，包括了 KTV 视频点播系统、管理系统、外设系统和 KTV 移动互联产品领域。

图 15: 星网视易主要产品线



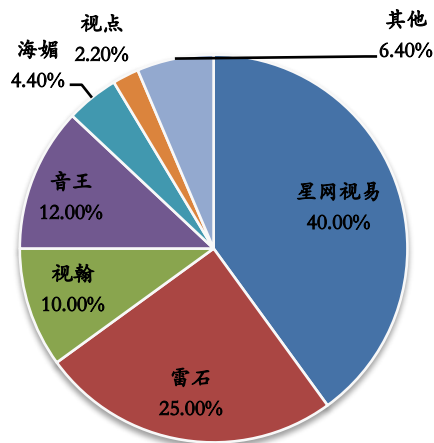
数据来源: 星网视易, 安信证券研究中心

表 3: 星网锐捷的优势

市场地位	
1	国内最大的视频应用产品和系统解决方案提供商
2	“中国文化传媒有限公司”常务理事
3	中国娱乐行业标准制定者
4	连续 8 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一
5	中国视频信息应用行业品牌价值第一名
6	全球首创的“魔云”互联网云娱乐点歌系统, 让 KTV 没有点不到的歌
7	“K 米” O2O 手机 KTV, 打通 KTV 的线上线下运营, 促进 KTV 行业融合升级

数据来源: 星网视易, 安信证券研究中心

图 16: 2012 年中国 KTV 信息化 VOD 产品品牌结构



数据来源: 赛迪顾问, 安信证券研究中心

图 17: KTV 信息化整体解决方案提供商综合评比

品牌	产品组合全面性							
	硬件	软件	管理系统	智控系统	嵌入式视频服务器	手机APP	远程资源推送	联网维护平台
视易	9	9	8	4	9	4.5	4	4
雷石	8.7	8.5	7	0	5	4.5	4	0
视点	8	8	7	2.5	5	3	0	0
视翰	8.5	8	7	2.5	5	0	0	0
海媚	8.5	8	6	0	5	2	0	0
奥斯卡	7.5	6	5.5	0	5	0	0	0
天王	7	7	6	0	5	0	0	0
精特	6	6	8	3	5	0	0	0
礼光	8	8	5	0	5	0	0	0
前沿	7	7	5	0	7	0	0	0

数据来源: 赛迪顾问, 安信证券研究中心

4.3. K米打造数字娱乐业务 O2O 闭环

公司积极推动数字娱乐业务向移动互联网领域迈进。星网锐捷率先推出了同时支持 IOS 与 android 系统的 K 米点歌、K 歌助手、爱 K 歌等 APP 应用，之后又推出了针对企业级用户的 360 系列基于 iphone/ipad 的 APP 移动管理系统。移动互联网领域的拓展实现了魔云 K 米平台化产品的全面对接，打造了横跨 K 场、手机、电视屏的 O2O 娱乐新平台，实现了“从线下到线上，再从线上到线下”的全新用户体验。

图 18: K 米 APP 主要功能



数据来源: 星网锐捷, 安信证券研究中心

图 19: K 米家庭 KTV 点歌机单机版解决方案



数据来源: 星网锐捷, 安信证券研究中心

K 米 O2O 平台将实现线下线上娱乐、社交、互动、虚拟消费、第三方合作共赢联盟。对线上用户来说，K 米可以实现社交分享，参与活动，订房、点单以及家庭 K 歌娱乐等创新功能，提升了客户体验；对 KTV 商家，稳步提升了 KTV 店的上座率，还可以组织多样线上线下结合的营销活动提升人气。K 米远程资源管理、远程维护节省了维护成本，K 米订房、联网信息发布也可以增加商家收入。对第三方来说，K 米及其整体平台提供了一个推星推歌的新渠道，是最直接的音乐和娱乐营销平台，未来还有望成为新型娱乐平台。

牵手支付宝，实现 K 米 O2O 完整闭环。2014 年 3 月，星网视易与全球领先支付平台支付宝签署合作协议，在产品中集成支付宝相关产品接口，推出 KTV 场所及“K 米”平台上进行移动支付，为消费者提供预订、点单、支付等功能，完成了 K 米 O2O 战略的完整闭环。随着 K 米 O2O 平台功能的不断丰富，将会吸引更多用户，增强平台的黏性。

从 B2B 向 B2C 转变，商业模式值得期待。K 米产品的推出改变了公司以前 B2B 的商业模式，开始了向 B2C 转变，另外也开始以用户体验为中心，向互联网和移动互联网方向转型。未来的盈利模式有望获得订单分成，随着用户达到一定规模，也将积累更多用户和商家的数据资源，线上线下的广告营销以及增值业务（包括积分、虚拟道具、会员特权、优惠券等）想象空间较大，未来商业模式值得期待。

5. 开启资本运作之路

5.1. 收购德明通讯，布局 4G 应用产业链

公司将外延式发展作为重要方向。公司在主业发展稳定的情况下，更加重视通过并购具有较强创新能力和经营能力的企业，提升资本运作效率，实现快速的做大做强。2015 年 2 月 7 日，公司发布预案拟发行股份加支付现金的方式收购德明通讯 65% 股份，德明通讯预估值 5.02 亿元，对应标的资产 65% 股权作价 3.26 亿元。

表 4：收购德明通讯具体方案

交易对象	丁俊明、陈承平、和谐成长、唯睿投资、沃智投资、叶云、金鑫及王伟亮 8 名交易对象
交易金额	收购德明通讯 65% 股权，交易总金额为 3.263 亿元。
支付方式	以支付现金的方式向各交易方购买德明通讯总计 19.62% 的股份，需支付现金约 9849.24 万元；以向特定对象非公开发行的方式，发行约 843.73 万股，支付剩余的 45.38% 的股份对价
增发价格	发行价格为 27.00 元
锁定期	12 个月后，第一期可解锁其认购的股份不超过 30%；24 个月后，第二期可解锁其认购的股份不超过 30%；36 个月后，第三期可解锁其认购的剩余股份。
业绩承诺	德明通讯 2015-2017 年实现归属母公司净利润不低于 4,500 万元、5,500 万元和 6,500 万元。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

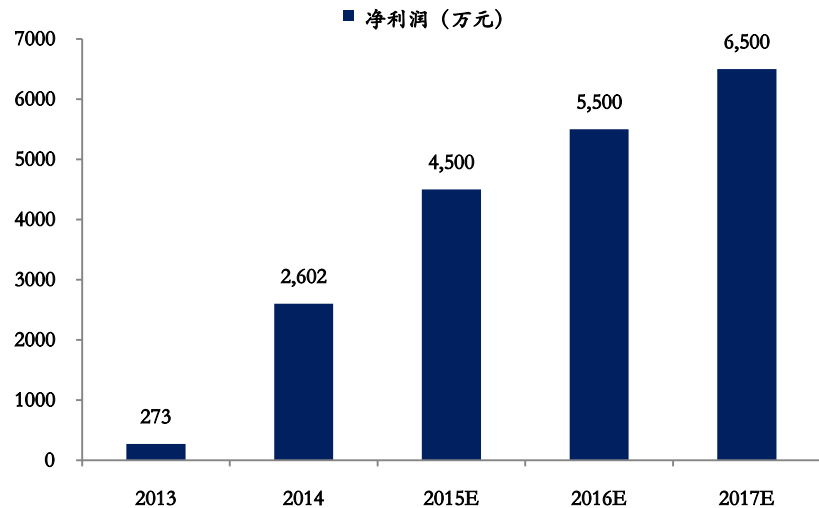
德明通讯是无线数据接入终端产品领域的自主创新型企业，国际化优势突出。德明通讯由归国科研人员创办，管理团队拥有丰富的无线通讯行业经验与国际市场经验。公司每年开发的新产品多达 30 多款，已形成电信级无线覆盖设备、无线通讯模块、远程信息处理终端、便携式无线接入终端、无线多功能网关五大系列产品，先后为全球近 40 个国家的移动运营商、宽带服务提供商和企业用户提供电信级和企业级的无线数据接入产品和解决方案。如与波兰 IPS 公司合作的产品主要满足其整合卫星电视与无线网络通讯的需求。针对美国 Montage 合作的产品则主要针对北美汽车租赁市场，提供完整的实时跟踪通讯监控解决方案。

图 20：德明通讯主要产品线



数据来源：德明通讯，安信证券研究中心

图 21: 德明通讯净利润



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

收购德明通讯进入到 4G LTE 终端领域, 具有较好的盈利能力和发展潜力。从行业来看, 全球 LTE 发展迅速, 商用网络已达 360 张。我国正处在 4G 建设高峰期, 中国移动已经建成全球最大 TD-LTE 网络, 联通和电信拿到 FDD 牌照后开始加大 4G 建设的力度。全球 4G 网络的普及无疑将带来 4G 终端及无线通讯模块等 4G 应用产业链发展良机。德明通讯无线通讯技术积累深厚, 产品融合了 LTE、EVDO、WCDMA、CDMA、GSM、WIFI、卫星电视、VoIP 等技术。从 2010 年就开始 4G LTE 无线通讯终端产品的设计与研发, 曾中标中国移动的实验网和集采招标, 4G LTE 系列产品已在波兰、哥伦比亚、印度等国家实现批量销售。2014 年德明实现营业收入 2.69 亿元, 净利润 2603 万元。星网锐捷通过有效的业务整合, 借助德明在 4G LTE 市场的技术优势与客户资源, 可以快速切入 4G 应用产业链, 分享行业高速增长带来的市场红利。

优势互补, 强化通讯业务核心竞争力。德明通讯与上市公司有很强的互补性, 通过收购德明带来无线通讯模块、4G LTE 应用终端产品线和海外运营商市场三大新的增长点。产品线的丰富, 将有助于公司实现从企业级统一通信到电信级 4G LTE 应用的完整解决方案, 强化了软件+硬件+服务的三位一体综合竞争力。另外, 可以看到德明 2014 年增长显著, 处于快速成长期, 需要资金和品牌资源做大产业规模, 而上市公司可以在资金和品牌支撑方面给予有力的支持, 推动德明实现快速发展。

5.2. 收购四创软件, 拓展行业信息化领域

加大外延发展力度, 联合大股东收购四创软件。公司在宣布收购德明通讯的同时, 联合公司实际控制人福建省电子信息集团与福建四创软件有限公司及其全体股东共同签订《股权转让协议》, 公司拟以自有资金 2.4 亿元收购四创软件股东所持有的四创软件共计 40% 的股权, 取得四创软件控制权。而信息集团以 1.2 亿元收购四创软件 20% 的股权, 双方共取得四创软件 60% 股权。四创软件管理层股东承诺目标公司 2014 年-2016 年度累计净利润不低于 1.55 亿元。

四创软件—防灾减灾信息与应用服务第一品牌。四创软件致力于中国防灾减灾事业, 为政府、产业和社会公众提供防灾减灾信息化全面解决方案, 产品及服务遍及 17 个省份。行业覆盖包括防汛水利、海洋渔业、气象国土等领域。2014 年四创软件业务发展迅速,

前三季度实现营收 1.57 亿元，净利润 2819.60 万元，超过 2013 年全年盈利水平。

表 5：四创软件防灾减灾信息与应用服务领域

服务领域	情况介绍
防汛水利领域	防汛指挥系统、山洪灾害预警系统、洪水风险管理系统、水资源信息管理系统、水利工程建设与运行管理系统、水土保持信息管理系统等产品，已广泛应用于水利部 4 个流域委、16 个省、1000 多个市县防汛指挥部、水利厅局、水利工程管理单位，产品覆盖率全国最高
海洋渔业领域	海洋防灾减灾辅助决策系统（风暴潮、赤潮、海上突发事故等）、海洋渔业安全保障服务系统、海域动态监管系统、海洋资源环境信息管理系统、海洋经济运行监测与评估系统等产品分别在国家海洋局、3 个分局、4 个中心机构及各沿海省市海洋部门得到广泛应用
气象国土领域	台风信息管理平台、气象预报人机交互平台、气象灾害公众服务平台、国土资源灾害监测与风险评估系统等成为国家及 10 几个省市气象国土专业部门的工具性平台，为产业和社会公众提供灾害预测预报与预警服务。
移动互联网领域	防汛通、海洋通、环保通、气象通、国土通、渔业通、水政通、水库通、地震通等移动应用产品覆盖九大领域，行业终端用户量达数万人
防灾减灾公益事业	台风 110、知灾害网是全国首创的防灾减灾公益平台，成为我国第一个专注于防灾信息与经验交流互动的网络社区。

数据来源：四创软件，安信证券研究中心

通过收购四创软件，充分发挥企业级网络设备和行业应用与服务的协同效应。行业应用服务与企业级网络业务相辅相成，双方的结合可满足客户不同层次的业务需求。公司通过四创软件，可使公司在水利行业、防灾减灾等方面拓宽业务渠道。以水利行业为试点，以公司的网络、安防监控、系统通讯三项业务及四创软件的软件开发和系统集成能力作为结合点，为客户定制出具备较强行业特点的解决方案。未来还可以逐步向海洋、气象、国土等其他防灾减灾行业拓展，形成新的利润增长点，提升行业信息化的市场空间。

6. 盈利预测与投资建议

星网锐捷是国内企业级网络领先企业，在教育、金融和政府领域竞争优势明显，有望充分受益于信息安全战略带来的国产替代化进程。另外，公司基于瘦客户机和 KTV 行业信息系统优势业务，不断布局云计算和数字娱乐 O2O 平台，向新的领域和经营模式转型，有巨大的发展潜力。公司已经开启了资本运作之路，加大力度开拓运营商市场和行业信息化市场，不排除未来持续进行外延式发展的可能，我们看好公司的发展前景。

表 6：星网锐捷主营业务收入预测（万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	261,864.56	272,314.98	323,078.77	384,537.81	510,574.73	623,874.01	744,128.35
增速	32.56%	3.99%	18.64%	19.02%	32.78%	22.19%	19.28%
毛利率	42.15%	46.23%	47.10%	47.49%	45.62%	45.61%	45.75%
瘦客户机	54,192.70	58,042.46	47,446.51	56,935.81	68,322.98	81,987.57	98,385.09
增速	47.00%	7.10%	-18.26%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	24.52%	29.05%	27.98%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
企业级网络设备	117,637.27	127,371.65	166,280.56	196,554.00	232,882.12	276,475.88	328,788.38
增速	36.88%	8.27%	30.55%	18.21%	18.48%	18.72%	18.92%
毛利率	57.77%	59.91%	59.86%	59.84%	60.14%	60.48%	60.78%
通讯产品	22,067.53	15,466.11	22,566.52	22,566.52	22,566.52	22,566.52	22,566.52
增速	-42.27%	-29.91%	45.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.75%	23.04%	20.65%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	67,967.06	71,434.76	86,785.18	108,481.48	141,025.92	183,333.70	220,000.44
增速	86.13%	5.10%	21.49%	25.00%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	36.76%	40.82%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
德明通讯					45,777.18	59,510.34	74,387.92
增速					70.00%	30.00%	25.00%
毛利率					25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

买入-A 评级，目标价 55.00 元，建议投资者积极关注。考虑收购德明通讯、四创软件的并购因素，我们预计 2015 年-2016 年备考收入增速分别为 32.8%和 22.2%，净利润增速分别为 51.4%和 38.8%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.99 元和 1.32 元，上调 6 个月目标价至 55 元，维持买入-A 的投资评级，建议投资者重点关注。

7. 风险提示

- 1、企业网业务国产替代低于预期的风险；
- 2、K 米推广低于预期的风险
- 3、业务整合风险；
- 4、收购尚未完成存在不确定性的风险

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月31日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,787.4	3,276.2	3,899.4	5,177.5	6,326.4	成长性					
减:营业成本	1,498.0	1,735.1	2,047.7	2,815.6	3,440.9	营业收入增长率	5.4%	17.5%	19.0%	32.8%	22.2%
营业税费	27.7	29.1	35.0	48.0	57.2	营业利润增长率	10.7%	10.7%	18.1%	64.9%	38.8%
销售费用	552.3	690.4	822.6	974.6	1,130.8	净利润增长率	25.2%	6.9%	19.3%	51.4%	32.8%
管理费用	469.9	561.5	691.9	870.7	1,054.7	EBITDA 增长率	9.2%	23.9%	6.8%	57.2%	35.6%
财务费用	-14.5	-16.7	-18.2	-38.6	-60.9	EBIT 增长率	11.0%	10.4%	18.7%	62.0%	37.3%
资产减值损失	17.0	19.4	15.5	20.0	22.9	NOPLAT 增长率	22.8%	20.6%	12.5%	49.1%	31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.1%	31.5%	19.4%	24.7%	17.8%
投资和汇兑收益	1.6	6.6	7.0	27.0	33.0	净资产增长率	12.3%	11.2%	14.7%	101.7%	12.8%
营业利润	238.6	264.1	311.8	514.2	713.8	利润率					
加:营业外净收支	129.2	171.8	176.0	224.5	267.5	毛利率	46.3%	47.0%	47.5%	45.6%	45.6%
利润总额	367.8	435.8	487.8	738.7	981.3	营业利润率	8.6%	8.1%	8.0%	9.9%	11.3%
减:所得税	41.7	43.5	48.8	73.9	98.1	净利润率	8.0%	7.3%	7.3%	8.3%	9.1%
净利润	223.7	239.2	285.4	432.2	574.0	EBITDA/营业收入	8.8%	9.2%	8.3%	9.8%	10.9%
						EBIT/营业收入	8.0%	7.6%	7.5%	9.2%	10.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	18	33	41	31	27
货币资金	1,411.1	1,298.5	1,471.2	3,977.1	4,431.4	流动营业资本周转天数	97	90	98	99	104
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	329	306	286	329	381
应收账款	633.5	653.7	825.6	1,096.2	1,339.5	应收账款周转天数	80	73	71	69	72
应收票据	73.3	199.9	106.8	141.8	173.3	存货周转天数	62	55	51	46	49
预付账款	16.2	16.1	-4.4	-4.4	-4.4	总资产周转天数	381	369	346	376	421
存货	453.3	529.1	549.8	763.7	933.3	投资资本周转天数	142	148	155	142	141
其他流动资产	8.7	274.9	274.2	274.2	274.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.1%	16.3%	15.9%	12.0%	14.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.6%	10.8%	11.3%	9.6%	11.2%
长期股权投资	31.4	31.2	30.0	30.0	30.0	ROIC	30.1%	32.4%	27.7%	34.6%	36.4%
投资性房地产	8.8	12.1	9.0	9.0	9.0	费用率					
固定资产	152.3	445.2	443.1	459.2	478.5	销售费用率	19.8%	21.1%	21.1%	18.8%	17.9%
在建工程	166.1	4.1	8.7	17.6	20.3	管理费用率	16.9%	17.1%	17.7%	16.8%	16.7%
无形资产	73.4	93.4	96.5	99.4	102.1	财务费用率	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-1.0%
其他非流动资产	25.8	33.9	27.9	27.9	27.9	三费/营业收入	36.2%	37.7%	38.4%	34.9%	33.6%
资产总额	3,088.5	3,620.8	3,878.4	6,931.6	7,855.0	偿债能力					
短期债务	62.1	11.9	44.7	31.7	30.0	资产负债率	30.0%	33.6%	28.9%	19.8%	20.2%
应付账款	364.6	547.6	488.1	671.1	820.2	负债权益比	42.9%	50.6%	40.7%	24.7%	25.3%
应付票据	155.7	216.7	213.2	293.1	358.2	流动比率	2.95	2.49	2.94	4.64	4.58
其他流动负债	297.8	362.9	296.2	296.2	296.2	速动比率	2.43	2.04	2.43	4.07	3.98
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.43	-14.83	-16.16	-12.32	-10.73
其他非流动负债	46.5	23.1	24.1	24.1	24.1	分红指标					
负债总额	926.8	1,217.2	1,121.2	1,371.2	1,583.7	DPS(元)	0.30	0.25	0.24	0.30	0.40
少数股东权益	303.9	394.5	548.1	780.8	1,089.9	分红比率	47.1%	36.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	351.1	351.1	351.1	435.1	435.1	股息收益率	1.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%
留存收益	1,506.8	1,658.3	1,858.0	4,344.5	4,746.4						
股东权益	2,161.7	2,403.6	2,757.2	5,560.4	6,271.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.64	0.68	0.81	0.99	1.32
净利润	326.1	392.4	285.4	432.2	574.0	BVPS(元)	5.29	5.72	6.29	10.99	11.91
加:折旧和摊销	23.3	58.0	29.3	32.1	35.3	PE(X)	42.9	40.1	33.6	27.5	20.7
资产减值准备	17.0	18.2	15.5	20.0	22.9	PB(X)	5.2	4.8	4.3	2.5	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	122.3	-54.3	439.5	-378.9	70.7
财务费用	8.6	2.7	-18.2	-38.6	-60.9	P/S	3.4	2.9	2.5	2.3	1.9
投资损失	-1.6	-6.6	-7.0	-27.0	-33.0	EV/EBITDA	19.0	23.3	28.5	18.5	13.6
少数股东损益	102.3	153.2	153.7	232.7	309.1	CAGR(%)	26.8%	31.1%	34.9%	27.3%	21.9%
营运资金的变动	64.4	-272.8	-217.2	-276.6	-253.1	PEG	1.6	1.3	1.0	1.0	0.9
经营活动产生现金流量	418.7	458.1	241.6	374.8	594.4	ROIC/WACC	2.5	2.7	2.3	2.9	3.0
投资活动产生现金流量	-194.1	-382.5	-26.2	-33.0	-27.0	REP	1.6	1.7	2.2	1.4	1.2
融资活动产生现金流量	-114.6	-202.5	-34.7	2,164.0	-113.0						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

柳士威声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

